

O que esperar do mercado de ações

Por **Walter Mendes**

No último trimestre do ano passado o mercado de ações brasileiro iniciou uma recuperação, que se configurou especialmente forte em janeiro último. Esse processo foi pautado pela melhora do cenário internacional, com redução da incerteza, possibilitada pela quase eliminação da chance de ocorrência no médio prazo de três grandes medos: 1. O "double dip" da economia americana, 2. A crise financeira na Europa (dadas as iniciativas do Banco Central Europeu) e 3. O "hard landing" da China, com forte queda dos preços das commodities. Dadas as taxas de juros internacionais muito baixas, a redução da incerteza provocou um direcionamento para ativos de risco, como ações em geral e as brasileiras em particular, que vinham perdendo performance para os mercados emergentes e para o S&P 500 nos últimos 2 anos.

A redução da taxa de juros local, ocorrida a partir de agosto, funcionou como um agradável complemento nesse movimento de alocação de recursos. Dada a alta da bolsa brasileira a partir de outubro passado entre 25% e 29% em reais e 27% a 31% em dólares, dependendo do índice considerado, fica a dúvida sobre o potencial de alta daqui em diante.

Embora esses percentuais de alta pareçam elevados, essa recuperação foi alcançada sobre uma base muito fraca, causada por um pico de incerteza com a crise europeia. O mais relevante é o nível dos indicadores de valor do mercado brasileiro, seja em termos históricos, seja em relação a outros mercados. Nesse sentido, utilizando o P/L (preço/lucro) deste ano, o Brasil parece estar na média histórica nominal, em linha com a média dos mercados emergentes e com um desconto normal entre 15% e 20% para o mercado dos EUA.

A questão que se coloca é se o mercado brasileiro mereceria neste momento um nível de P/L acima da própria média histórica, acima da média dos emergentes ou um menor desconto em relação aos EUA. Pode-se analisar esse ponto por diversos ângulos. Sob o ponto de vista do risco país, o Brasil está perto do mínimo dos últimos 3 anos e com tendência de queda. Da mesma forma, a taxa real de juros está no nível mais baixo dos últimos 10 anos.

Esses dois vetores já justificariam um Ibovespa significativamente acima dos 70 mil pontos. Pelo lado do crescimento da economia e dos lucros das empresas abertas, no entanto, as expectativas são modestas. A expansão do PIB esperada pelo mercado (Focus) para 2012 e 2013 é de 3,3% e 4,2%. Já a expansão média dos lucros, ponderada pelo valor de mercado das empresas abertas, é de 12,5% e 10% para os mesmos períodos.

Tanto a projeção de crescimento do PIB, quanto dos lucros não justificaria uma performance superior à média dos mercados emergentes e talvez nem mesmo dos EUA, já que o crescimento do nosso PIB deve ficar aquém da média dos emergentes e o crescimento de lucros esperado para o Brasil é semelhante aos desses mercados.

Dessa forma, o mercado brasileiro tem um baixo risco de realização e uma tendência geral de alta. Mas essa alta parece limitada. Enquanto as quedas do risco e do juro real pesam positivamente, o modesto crescimento da economia e dos lucros (certamente pressionados pela alta dos custos e da concorrência das importações) não justifica um desempenho diferenciado do mercado brasileiro. Para superarmos a barreira dos 70 a 75 mil pontos do Ibovespa seria necessária uma expansão dos múltiplos internacionais. Isso seria provável caso as expectativas de crescimento mundial fossem substancialmente aumentadas. Essa melhora ainda não parece estar no horizonte.

Tendo em vista que o limitado potencial de alta do mercado de ações nos próximos meses ainda não sugere a migração para renda fixa, uma forma de tentar ampliar os ganhos é o aumento do investimento em ações chamadas small caps, aquelas menos líquidas e não componentes dos índices tradicionais. Nesse universo, que engloba um grande número de empresas abertas com muito pouca cobertura por parte das corretoras, ainda há ineficiências de avaliação e oportunidades de melhora de governança e maior conhecimento dos investidores.

A flutuação do mercado brasileiro nos últimos anos tem criado janelas de oportunidade muito interessantes para investimento nesse tipo de ações. Desde 2005, quando o índice de small caps começou a ser calculado pela Bovespa, essas ações superaram o Ibovespa em quase 20%. Elas só não foram interessantes nos momentos de forte crise, quando os investidores estrangeiros se desfazem das carteiras a qualquer preço, ou nos períodos de forte alta do mercado, quando as ações mais líquidas "saem na frente".

Dois exemplos desses períodos ocorreram na crise de 2008 e entre outubro de 2011 a janeiro deste ano. Usualmente, essas fases de perda de performance das small caps são seguidas de substanciais recuperações relativas, como vem ocorrendo nos últimos 2 meses, em que as small caps já subiram 6,5% acima do Ibovespa. Esse processo de recuperação relativa pode apenas ter começado.

Walter Mendes é gestor e sócio da Cultinvest Asset Management

E-mail walter.mendes@cultinvest.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.